

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_

学号: 12920071150334

UDC\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

# 证券市场危机：政府救市启动的法律问题研究

Legal Issues on Prerequisites of Government Bailouts in

Securities Market Crisis

肖凌云

指导教师姓名: 肖 伟 教授

专 业 名 称: 经 济 法 学

论文提交日期: 2010 年 月

论文答辩时间: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010年 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（     ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年   月   日解密，解密后适用上述授权。

（     ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人：

年   月   日

## 摘要

面临证券市场危机，政府应采取有效措施控制危机蔓延，减轻危机的破坏已成为学界的共识。然而，政府应当如何适时适度地启动救市一直是一个难题。只有对政府如何适时适度地启动救市进行研究，才能既保证政府救市的效率，又防止随意的和不合理的救市。目前我国法学界对这一问题的研究较少，因而有必要对政府救市启动的法律规制进行研究。

本文第一章对本文语境下政府救市启动的内涵和特征进行了界定，并论述了对政府救市启动进行法律规制的必要性和可行性；第二章对证券市场最完善的美国、特点鲜明的香港以及具有较大相似性的台湾等三地政府救市启动的实践进行了考察，总结出美、港、台三地在救市启动方面的经验教训以及对我国的启示；第三章对我国政府救市启动的实践进行了梳理，发现我国在启动救市时存在主体不明确、程序不透明、救市的随意性较大，救市的目标存在偏差等问题，亟待通过法律手段进行规制。第四章结合我国证券市场的特点，对完善我国政府救市启动的法律规制提出了建议。

本文认为，政府启动救市的正当性来源于其合法性和合理性。在合法性方面，应当完善政府救市启动的法律体系，明确政府启动救市的条件、主体和程序。建议建立危机处理委员会，由其依法定程序对证券市场危机进行判断，启动救市。在合理性方面，应明确救市目标的公益性，严格限制政府启动救市的条件，根据危机发生的原因和影响，考虑相关市场指标，结合我国证券市场的特点，权衡政府救市的成本和收益，判断是否启动救市。

**关键词：**证券市场危机；政府救市；启动

厦门大学博士论文摘要库

## ABSTRACT

It is acknowledged that in securities market crisis, it is necessary for government to take measures to alleviate the damages caused by the crisis. However, when shall the government initiate the bailouts remains a tough problem. In order to prevent unreasonable bailouts and ensure the efficiency of bailouts, it is of great significance to study the initiation of government bailouts.

Chapter One introduces the concept and characteristics of the initiation of government bailouts, and discusses the necessity and feasibility to regulate the initiation of government bailouts. Chapter Two empirically investigates the practices of government bailouts in sophisticated markets such as United States, Hong Kong SAR, and Taiwan Region which resembles mainland markets to some degree and draws some useful lessons. A thorough examination of the practices of government bailouts since the establishment of Chinese securities market in Chapter Three strongly suggests that Chinese government has frequently initiated bailouts to control market rise and fall. The legitimacy and rationality of those bailouts are subject to great challenges because lacking of due procedure, definite authority when initiating bailouts as well as abusing government power to initiate bailouts. Based on the characteristics of the Chinese securities markets, the suggestions to perfect the legal regulation of bailouts initiation are proposed in Chapter Four.

The legal system of the initiation of government bailouts shall be improved, in which prerequisites, due process, and proper initiation authority shall be stipulated in the relevant laws and regulations. The Crisis Management Committee can be established and tasked with evaluating the crisis and deciding initiating the bailouts in due process. The government bailouts shall be restricted in the scope of market failure in the objective of regulating the markets. Moreover, a cost-profit evaluation shall be applied in evaluating the proposed bailouts.

**Key Words:** Securities Market Crisis; Government Bailouts; Initiation

厦门大学博硕士论文摘要库

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 目 录                            |    |
| 前 言 .....                      | 1  |
| 第一章 政府救市启动的基本理论 .....          | 3  |
| 第一节 证券市场危机下政府救市启动概述 .....      | 3  |
| 一、证券市场危机下政府救市启动的内涵界定 .....     | 3  |
| 二、证券市场危机下政府救市启动的特征描述 .....     | 4  |
| 三、证券市场危机下启动政府救市的必要性分析 .....    | 5  |
| 第二节 政府救市启动应由法律规制 .....         | 6  |
| 一、对政府救市启动进行法律规制的必要性 .....      | 7  |
| 二、对政府救市启动进行法律规制的可行性 .....      | 8  |
| 第二章 其他国家（地区）政府救市启动的实践与启示 ..... | 11 |
| 第一节 美国政府救市启动的实践与启示 .....       | 11 |
| 一、美国政府救市启动的实践梳理与分析 .....       | 11 |
| 二、美国政府救市启动对我国的启示 .....         | 13 |
| 第二节 香港政府救市启动的实践与启示 .....       | 17 |
| 一、香港政府救市启动的实践梳理与分析 .....       | 17 |
| 二、香港政府救市启动对我国的启示 .....         | 18 |
| 第三节 台湾地区政府救市启动的实践与启示 .....     | 19 |
| 一、台湾地区政府救市启动的实践梳理与分析 .....     | 19 |
| 二、台湾地区政府救市启动对我国的启示 .....       | 21 |
| 第三章 我国政府救市启动的实践考察与反思 .....     | 23 |
| 第一节 中国政府救市启动的实践考察 .....        | 23 |
| 一、1991 年深圳政府救市的启动 .....        | 24 |
| 二、1994 年政府救市的启动 .....          | 24 |
| 三、1996 年政府救市的启动 .....          | 25 |
| 四、1999 年政府救市的启动 .....          | 25 |



|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| 五、2001 年~2005 年政府救市的启动 .....     | 26        |
| 六、2007 年政府救市的启动 .....            | 27        |
| <b>第二节 我国政府救市启动的反思 .....</b>     | <b>27</b> |
| 一、启动救市的主体不明确 .....               | 28        |
| 二、启动救市的程序不透明 .....               | 28        |
| 三、启动救市的条件范围较广 .....              | 29        |
| 四、启动救市的目标存在偏差 .....              | 30        |
| 五、政府救市的启动亟待法律规制 .....            | 31        |
| <b>第四章 我国政府救市启动法律规制的建议 .....</b> | <b>33</b> |
| <b>第一节 我国政府救市启动的合法性条件 .....</b>  | <b>33</b> |
| 一、完善政府救市启动的法律体系 .....            | 33        |
| 二、明确政府救市启动的主体 .....              | 34        |
| 三、规范政府救市启动的程序 .....              | 35        |
| <b>第二节 我国政府救市启动的合理性条件 .....</b>  | <b>36</b> |
| 一、证券市场失灵：启动救市的必要前提 .....         | 37        |
| 二、成本和收益：启动救市的效益权衡 .....          | 39        |
| 三、公共利益标准：启动救市的目标指引 .....         | 41        |
| <b>结    论 .....</b>              | <b>43</b> |
| <b>参考文献 .....</b>                | <b>44</b> |

## CONTENTS

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Preface</b>  | <b>1</b>  |
| <b>Chapter1 The Theroy of the Initiation of Government Bailouts</b>   | <b>3</b>  |
| <b>Subchapter1 The Overview of the Initiation of Government Bailouts</b>  | <b>3</b>  |
| Section1 The Concept of Government Bailouts Initiation  | 3         |
| Section2 The Characteristics of Government Bailouts Initiation  | 4         |
| Section3 The Necessity of initating Government Bailouts   | 5         |
| <b>Subchapter2 The Legal Regulation of the Initiation of Government Bailouts</b>  | <b>6</b>  |
| Section1 The Necessity of Legal Regulation of Government Bailouts Initiation  | 7         |
| Section2 The Feasibility of Legal Regulation of Government Bailouts Initiation  | 8         |
| <b>Chapter2 The Empirical Research of the Initiation of Government Bailouts in other Country and Regions and Useful Enlightenment</b> | <b>11</b> |
| <b>Subchapter1 The Experiences of Government Bailouts Initiation in the United States</b>   | <b>11</b> |
| Section1 The Practices of Government Bailouts Initiation in the United States   | 11        |
| Section2 The Enlightenment of Government Bailouts Initiation in the United States   | 13        |
| <b>Subchapter2 The Experiences of Government Bailouts Initiation in Hong Kong</b>   | <b>17</b> |
| Section1 The Practices of Government Bailouts Initiation in Hong Kong   | 17        |
| Section2 The Enlightenment of Government Bailouts Initiation in Hong Kong   | 18        |
| <b>Subchapter3 The Experiences of Government Bailouts Initiation in Taiwan Region</b>   | <b>19</b> |
| Section1 The Practices of Government Bailouts Initiation in Taiwan Region   | 19        |
| Section2 The Enlightenment of Government Bailouts Initiation in Taiwan  |           |

|  |           |
|--|-----------|
| Regaion.....   | 21        |
| <b>Chapter3 The Experiences and Reflections of Government</b>                          |           |
| <b>Bailouts Initiation in China .....</b>  | <b>23</b> |
| <b>Subchapter1 The Practices of Government Bailouts Initiation in China..</b>          | <b>23</b> |
| Section1 The Initiation of Government Bailouts by Shenzheng<br>Government in 1991..... | 24        |
| Section2 The Initiation of Government Bailouts in 1994 .....                           | 24        |
| Section3 The Initiation of Government Bailouts in 1996 .....                           | 25        |
| Section4 The Initiation of Government Bailouts in 1999 .....                           | 25        |
| Section5 The Initiation of Government Bailouts between 2001 and 2005 ...               | 26        |
| Section6 The Initiation of Government Bailouts in 2007 .....                           | 27        |
| <b>Subchapter2 The Refelction of Government Bailouts Initiation in China...</b>        | <b>27</b> |
| Section1 The Undefined Initiation Authority .....                                      | 28        |
| Section2 The Lack of Transparency in Initiation Procedure .....                        | 28        |
| Section3 The Expansion in Initiation Condition .....                                   | 29        |
| Section4 The Deviation from the Proper Objective.....                                  | 30        |
| Section5 The Government Bailouts Initiation Needs Legal Regulation...                  | 31        |
| <b>Chapter4 The Suggestions to Improve Legal Regualtions of</b>                        |           |
| <b>Government Bailouts Initiation in China .....</b>                                   | <b>33</b> |
| <b>Subchapter1 The Legitimacy of Government Bailouts Initiation in China</b>           | <b>33</b> |
| Section1 Improve the Legal System of Government Bailouts Initiation ..                 | 33        |
| Section2 Authorize the Proper Initiation Authority .....                               | 34        |
| Section3 Perfect Due Initiation Procedure.....   | 35        |
| <b>Subchapter2 The Rationality of Government Bailouts Initiation in China</b>          | <b>36</b> |
| Section1 Outline the Prerequisite of Initiate Bailouts.....                            | 37        |
| Section2 Evalutae the Cost and Profit of Bailouts.....                                 | 39        |
| Section3 Initiate Bailouts with the Objective of Public Interests .....                | 41        |
| <b>Conclusion.....</b>   | <b>43</b> |
| <b>Bibliography .....</b>  | <b>44</b> |

## 前言

由美国次贷危机引发的金融海啸席卷全球，各国证券市场在此次全球性金融危机中受到强烈冲击。面对不断蔓延的金融危机，各国政府纷纷采取措施对证券市场进行救济。理论界关于政府救市的探讨由来已久，政府是否需要救市，如何采取措施救市，在中国乃至世界都是一个争论不休且亟待解决的重要问题。尽管我国政府每当面临证券市场周期性衰退、短期动荡，为了保护国有资产的利益时，都会向证券市场伸出“有形之手”进行托市或抑市。但事实上，我国政府救市行为存在随意性和不稳定性，救市启动的过程中充斥着矛盾和失误，导致出现事与愿违、失信于民的结果。

在政府救市的过程中，启动环节扮演了划分政府与市场的边界以及决定救市是否及时有效的重要角色，而我国对政府救市启动的研究尚浅，现有的研究成果多集中在经济学领域。在当代，国内的经济学家们在梳理了西方各种救市争论之后，对我国政府启动救市的时机提出了自己的观点。例如有学者主张尊重市场规律，认为政府只有在极为特殊、十分必要的情况下，按照法定程序才能对证券市场适度干预，但对于“极为特殊、十分必要”并未作出详细论述。<sup>①</sup>也有学者支持政府积极干预证券市场，认为政府要对股市的暴涨暴跌和非理性波动及时进行调整，并认为负责任的政府应当在股市发生危机的时候就果断救市。<sup>②</sup>还有学者对政府启动救市的条件进行了归纳，认为金融市场在受到内外条件影响处于失灵或瘫痪状态、严重影响市场信心和国家金融安全时，政府可以采用各种有效手段入市干预。<sup>③</sup>另外，已经有著述在研究国内外政府救市实践的基础上，总结出可供我国政府借鉴的启动救市的原因和条件。<sup>④</sup>总而言之，经济学界的研究主要集中在两个领域：一是从回顾证券市场危机爆发的原因，分析政府救市措施的效果；二是研究如何完善市场机制，避免和预防未来证券市场危机的再次发生。合理的政策到底应在何时介入向来存在争议，经济学界曾在

<sup>①</sup>成思危. 成思危纵论中国资本市场[EB/OL]. <http://www.gz.gov.cn/vfs/content/newcontent.jsp?contentId=180284>, 2010-3-10.

<sup>②</sup>孙成钢, 萧灼基. 股市低迷不振, 负责任的政府就应该救市[EB/OL]. <http://finance.sina.com.cn/crz/20040923/09371043267.shtml>, 2010-3-20.

<sup>③</sup>郭哲, 石柏林. 论中国政府干预股票市场的法律体系构建[J]. 财经理论与实践, 2007, (28): 119-134.

<sup>④</sup>谢百三, 主编. 证券市场的国际比较——从国际比较看中国证券市场的根本性缺陷及其矫正(下册)[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003. 459-471.

这一领域做出尝试，分析政府介入的临界点。<sup>①</sup>还有学者对政府启动救市的条件提出了量化的指标，认为假如股市在一个月内跌幅超过 10%，政府就必须进行干预。如果股市在三个月内下跌 30%，就是股灾，就需要采取更强有力的政策。

经济学家仅将证券市场危机作为一种客观的经济状态来研究，而法学家则更应关注如何对政府救市启动进行法律规制。本文试图从法学角度对我国政府救市启动进行思考，探讨政府救市的条件及救济提供者启动救市的应然过程，以期对政府救市启动进行全面的法律规制，促进证券市场稳定、持续、健康发展。

---

<sup>①</sup>沈小平. 股市调控论[M]. 北京: 中国计划出版社, 2006. 72-77.

## 第一章 政府救市启动的基本理论

### 第一节 证券市场危机下政府救市启动概述

#### 一、证券市场危机下政府救市启动的内涵界定

证券市场危机下政府救市的内容、范围和手段等问题一直是学界不断探索、阐述和争论的重要话题。随着美国次贷危机所引发的金融危机蔓延至全球，“政府是否应当救市”再度成为各国学者争论的焦点。然而，对于“政府救市”理论的系统阐述尚较少。为了使本文的分析获致准确的对象，有必要首先对证券市场危机下“政府救市”的特定含义及其基本特征做具体描述。

“危机”（crisis）原本是一个医学术语，指人濒临死亡、游离于生死之间的状态。<sup>①</sup>后被人演绎为特别剧烈的、灾难性的、不可预测的事件在极短时间内突然爆发，从而严重威胁系统的存在及稳定，并且必须迅速做出决策的状态。<sup>②</sup>危机不仅包括军事战乱、群体性暴乱、传染性疾病、自然灾害等政治、生态等方面的危机，还包括货币市场、银行业、证券市场等金融领域内发生的危机。“证券市场危机”是指证券市场内在风险经过一定时间的积累，达到极大的程度，或证券市场日常风险积累到较大程度且由于受政治、自然灾害等突发事件的影响，突然爆发市场剧烈波动，从而对证券市场系统的根本价值和秩序带来严重威胁的状态。

回顾世界证券市场的历史，几乎每一个证券市场都发生过危机，综合考察各次危机的发生及演变，可以发现证券市场危机具有以下特点：（1）突发性：证券市场危机具有短促性，几乎都有一个突然性的暴涨暴跌阶段；（2）不确定性：危机出现之前，人们很难准确预测或判断危机何时发生；（3）联动性：一是经济链条上的联动性，证券市场危机表现为股票等市场工具市值的剧减，使注入市场的很大一部分资金化为乌有，投资者损失惨重，加重经济衰退，工商企业倒闭破产，也间接波及银行，使银行不良资产增加，从而加剧金融、经济危机；二是区域上的联动性，一些主要证券市场发生危机，将会导致区域性或

---

<sup>①</sup>吴江. 公共危机管理能力[M]. 北京: 国家行政学院出版社, 2005. 1.

<sup>②</sup>CLAUS, OFFE. Contradictions of the Welfare State [M]. Hutchinson & Co. Publishers, 1984. 36-37.

世界性证券市场发生巨幅震荡；（4）破坏性：危机一旦爆发，其破坏性的能量就会迅速释放，并呈快速蔓延之势，如果不能及时采取措施，危机会急剧恶化。证券市场危机不仅可能毁灭一个百万富翁、一家证券公司和一家银行，甚至会影响一个国家乃至全世界的经济，使证券市场丧失基本功能。

政府救市，顾名思义是指政府提供救济的行为。“救济”一词在一般意义上可以理解为“提供帮助以脱离危险或摆脱困难”。在民法上，“救济”的含义是停止或减轻已经发生的损失或侵害。<sup>①</sup>本文语境下的政府救市启动，特指政府对证券市场危机提供的救济行为，即当证券市场处于极度危险和困难的状态，或危机的爆发已经不可避免时，由政府决定启动一定的救市措施，对证券市场进行宏观调控，以缓解危机冲击力、遏制危机蔓延、减轻危机对证券市场乃至宏观经济的破坏力的行为。这里的“市”仅指证券市场，不包括楼市及其他。“政府”是指与“市场”相对的概念，包括一般意义上的政府，也包括货币当局、证券监管部门等非市场力量的管理部门。另外，由于危机导致正常状态的中断，威胁到证券市场的健康运行，这种非健康的状态不仅包括市场过度低迷，也包括市场的虚假繁荣。因此，政府不仅可以在证券市场非理性下跌，投资者对市场信心极度不足的情况下，启动措施“托市”，也可以在证券市场虚假繁荣，市场泡沫面临破灭时，启动措施“抑市”。

## 二、证券市场危机下政府救市启动的特征描述

首先，政府救市启动具有短期性和间歇性，不同于政府对证券市场进行监管。证券监管是一个长期不间断的持续过程，重在从微观上完善市场机制，提高证券市场的有效性，在确保信息披露真实、准确、完整与及时的基础上，对证券欺诈、误导与虚假陈述等不正当行为予以法律制裁，规范市场主体的行为模式，以确保市场的公开、公平、公正与公信，克服信息分布不对称所导致的“市场失灵”问题，建立一个强势有效的市场。<sup>②</sup>而证券市场危机下的政府救市的启动则是非常规的，只有在证券市场的运行出现较大偏差时，政府才有必要对证券市场进行宏观上的调控。

其次，政府救市启动具有应急性，是政府面临证券市场危机时宏观调控的

---

<sup>①</sup>赵静梅. 金融危机救济论[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2008. 4.

<sup>②</sup>沈小平. 我国股市宏观调控观点评述[J]. 经济研究参考, 2004, (87): 4-5.

紧急启动。政府对证券市场的宏观调控是指在充分发挥证券市场机制作用的前提下，政府运用财政政策、货币政策以及必要的法律、行政手段，对市场进行调节和控制，对其运行中的缺陷进行弥补和修正，以符合国家宏观运行总目标。

<sup>①</sup>宏观调控主要强调的是运用适当手段引导证券市场为国民经济服务，优化资源配置，控制证券市场发展节奏，减少其对国民经济其他部门的负面影响。本文所讨论的政府救市在本质上属于政府对证券市场进行调控的范畴。但由于证券市场危机具有极大的危险性、极快的蔓延性等特点，面临和处理危机时政府处于较为紧迫和不确定的情景中，因而在启动救市时应把握应急性特征。<sup>②</sup>

再次，政府救市启动具有灵活性和创制性。相较于大多数国家宏观调控行为，政府在多数情况下是根据国际国内经济形势变化而灵活判断是否启动救市的。在此过程中，没有放之四海而皆准的应对机制，没有一成不变的解决方案，而是需要政府根据证券市场形势变迁自由裁量，灵活把握，结合不同情境判断何时启动救市，及如何启动救市等。因而政府救市启动具有浓厚的创制性，政府在启动救市时享有较大的自由裁量权，而不仅仅是依据现行法律、法规的条文简单地运用事实或机械地贯彻执行。

### 三、证券市场危机下启动政府救市的必要性分析

尽管政府和市场之间的关系一直是经济学界不同学派争论的永恒话题，两者的矛盾运动贯穿了整个西方市场经济学说的历史并一直持续到今日，但从长期的经济发展实践来看，有一点是经济学家们可以达成一致的：市场既不可能绝对有效，也不可能绝对无效，而是介于两者之间。也就是说，市场始终在不同程度上存在着失灵问题，主要表现为垄断、信息不对称、外部性以及经济周期等等。<sup>③</sup>市场失灵内生于市场机制，所以要通过市场机制本身来对市场失灵加以彻底克服是不可能的，这正是政府干预经济的必要前提。斯蒂格利茨曾指出，没有政府干预，就不能实现市场的有效配置，不能低估政府调控的能力。<sup>④</sup>

此外，证券市场的特殊性使得其比一般的商品市场更容易出现市场失灵的

<sup>①</sup>沈小平. 股市调控论[M]. 北京: 中国计划出版社, 2006. 37.

<sup>②</sup>有学者指出，政府救市的应急性特征使得其与行政法中紧急行政权相类似。参见杨海坤. 经济危机的公法应对[J]. 法学, 2009, (3): 40-48.

<sup>③</sup>李昌麒, 主编. 经济法理念研究[M]. 北京: 法律出版社, 2009. 192.

<sup>④</sup>[美]约瑟夫·E. 斯蒂格利茨等. 政府为什么干预经济——政府在市场经济中的角色[M]. [荷]阿诺德·赫特杰主编, 北京: 物资出版社, 1998. 7-9.



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库